

Mr Vladan Martić*

FUZIJA PREDUZEĆA - UTVRĐIVANJE KOEFICIJENTA ZAMENE AKCIJA

Rezime: *Danas je pitanje fuzija preduzeća jedna od oblasti finansija koja privlači pažnju kako javnosti, tako i finansijskih eksperata i menadžera. Oblast fuzija obuhvata skup značajnih i specifičnih aktivnosti koje zadiru u mnoge sfere poslovnog života.*

U transformacionim procesima integraciona snaga fuzije preduzeća se ispoljila kao značajna integralna komponenta promena. Svedoci smo da se integracije u skladu sa dugoročnim razvojem tržišta, u početku u državnim okvirima, a danas u širim lokalnim i svetskim razmerama, promovišu u nezaobilazan proces eksterne ekspanzije mnogih kompanija u svetu. Obzirom da omogućavaju suštinske promene u svim strukturama, fuzije predstavljaju dominantnu strategiju preduzeća za sopstveno pozicioniranje u očekivanju novih izazova 21. veka.

Fuzije preduzeća predstavljaju pravni modalitet povezivanja preduzeća istih, sličnih ili komplementarnih delatnosti, ali i preduzeća koja se nalaze u konkurentskom odnosu. Nema sumnje da se ovako kompleksna materija može sagledati iz više aspekata koji uključuju pravno-statusnu, finansijsku i računovodstvenu dimenziju. No, u ovom radu se bavimo finansijskim aspektima fuzije, gde se kao najdelikatniji deo istraživanja ističe problem vezan za utvrđivanje vrednosti preduzeća u fuziji i sa tim povezano određivanje kursa zamene akcija. Takođe, ukazano je na osnovne računске veličine koje se koriste za potrebe utvrđivanja odnosa razmene.

Određivanje kursa za razmenu akcija preduzeća učesnika u fuziji ima implikacije na sve strane u transakciji, često sa dramatičnim uticajem na vrednost, kao i distribuciju rizika između kupca i ciljnog preduzeća. Samim tim, izbor adekvatnog koeficijenta nije samo tehničko pitanje već sadrži i ekonomsku dimenziju, tako da je veoma bitno preispitati njegovu ekonomsku poželjnost i podobnost, što je u osnovi i predmet pažnje ovog napisa.

Ključne reči: *preduzeće, imovina, knjigovodstvena vrednost, fuzija, berza, akcija, kurs, zamena akcija*

* Fakultet za Poslovne Studije (Montenegro Business School) - Podgorica

THE COMPANIES' MERGER - STOCK SWAP RATIO CALCULATION

Abstract: Nowadays, merger issue is one of the finance fields that attracts attention not only of the public, but also of financial experts and managers. The field of mergers covers group of important and specific of activities that affect many spheres of business life.

Mergers have manifested themselves as a significant integrating power and integral component of changes in transformation processes. We are witnesses that integrations are being promoted into an unavoidable process of external expansion of many companies in the world, in line with long-term market development, initially within states, and nowadays in transboundary and universal proportions. Considering the fact that they are enabling essential changes in all structures, mergers represent a dominant strategy of companies for their own position taking while waiting for new challenges of the 21st century.

Mergers constitute a legal modality of uniting companies having similar or complementary operations, but also of companies having a relation of competitiveness. There is no doubt that such a complex subject matter can be viewed from many aspects including legal, company, financial and accounting dimension. However, in this piece of work, the subject matter are financial aspects of mergers, where the most delicate part of research is the issue related to establishing the value of a company merged, and with relation to that, the calculation of a stock swap ratio.

The calculation of a stock swap ratio of companies participating in a merger has implications to all participants involved in a transaction, often with a dramatic influence on the value, as well as on risk distribution between a purchaser and the target company. Thereby, the selection of an adequate coefficient is not just a technical issue, but it also contains an economic dimension, so that it is very important to review its economic desirability and suitable. It is in the base and theme attention of this papers.

Key words: companz, property, accounting value, marger, stock exchange, share of stock, stock swap ratio.

JEL Classification: G34

1. Uvod

Ako bismo izabrali jedan pojam koji najvernije simbolizuje duh današnjeg vremena to bi bio pojam »globalizacije« ili »globalisation«, »mondialisation«, »globalizacion«, »globalisierung«. Zahvaljujući procesu globalizacije preduzeća nesmetano šire svoje poslovanje u gotovo svim regionima sveta, stvarajući pri tom jake centre ekonomske, ali i političke moći.

Neraskidivo sa trendom globalizacije povezani su različiti oblici restrukturiranja preduzeća, bilo kroz procese kombinovanja (spajanje, pripajanje ili preuzimanje) ili, pak demerdžera, prodaje, dekompozicije i likvidacije preduzeća.

Navedeni oblici restukturiranja predstavljaju fenomene koji već više od jednog veka privlače pažnju, kako stručne javnosti, tako i sredstava informisanja, lokalnih zajednica, poslodavaca.

Fuzija preduzeća predstavlja kombinaciju dva ili više privrednih društava, pri čemu se pravni subjektivitet barem jednog od njih bez sprovođenja postupka likvidacije gasi, a njegovi akcionari obeštećuju se dobijanjem akcija ili udela društva koje je imovinu preuzelo i koje nastavlja da posluje.

Prema našem Zakonu o preduzećima fuzija nastaje: kada se jedno ili više društava pripajaju postojećem društvu prenosom celokupne imovine i obaveza na to društvo, koje u zamenu emituje akcije akcionarima društava koja se pripajaju; ili se dva ili više društava spajaju formiranjem novog društva, koje izdaje akcije novoformiranog društva akcionarima društava koja se spajaju.¹

Društvo kojem je izvršeno pripajanje, odnosno koje je nastalo novim osnivanjem, naziva se društvo-preuzimaoc, dok društvo koje je prenelo imovinu i obaveze naziva se preuzeto društvo. Bez obzira o kom slučaju fuzije se radi, prenos imovine sa jednog preduzeća na drugo, vrši se radi izdavanja akcija novog preduzeća, tj. preduzeća koje nastaje fuzijom.

Budući da u procesu fuzije jedno preduzeće prenosi celokupni imovinu na drugo preduzeće, u svemu tome najdelikatnije je utvrditi koeficijent zamene akcija, odnosno srazmeru u kojoj će se jedna akcija pripojenog preduzeća zamenjivati za akcije preduzeća koje nastavlja da egzistira.

¹ Zakon o privrednim društvima, Odeljak 2,3, odsek 3, Odeljak 4,5,6,7 i 8, „Službeni glasnik RS”, br. 125/04.

Odnos razmene akcija treba da pruži odgovor na pitanje koliko sopstvenih akcija društvo preuzimaoc želi da ponudi za svaku akciju društva koje preuzima, odnosno koliko će akcija društva preuzimaoca pristati da prime kao nadoknadu akcionari pripojenih ili udruženih društava.

2. Utvrđivanje koeficijenta razmene akcija

Koeficijent zamene akcija predstavlja broj akcija preduzeća na koje se prenosi imovina, a koje se nude za svaku akciju ciljnog preduzeća. Kako preduzeće koje prenosi imovinu nestaje, njegovi akcionari stiču pravo da za vrednost prenete neto imovine dobiju obeštećenje.

Preduzeća koja se pripajaju (uključujući i preduzeće preuzimaoca), odnosno preduzeća koja se spajaju, procenjuje ovlašćeni procenjivač sa ciljem da se objektivno vrednuje svako preduzeće, i time dovedu u isti položaj. Ovlašćeni procenjivač podnosi izveštaj o proceni vrednosti preduzeća, koji predstavlja osnov za utvrđivanje cene po kojoj će se izvršiti razmena akcija.

Procenjena vrednost preduzeća mora se odvojeno posmatrati od cene, tj. od odnosa za razmenu akcija. Pre svega, cena po kojoj će se razmeniti akcije rezultat je pregovora i dogovora samih učesnika u procesu fuzije. Međutim, u velikoj meri rezultat procene bitno utiče na pregovore o ceni, odnosno utiče na odnos razmene akcija.

Dakle, utvrđivanje koeficijenta razmene, zavisi pre svega, od procenjene vrednosti preduzeća, na osnovu čega preduzeće-preuzimaoc određuje maksimalnu cenu koju je spremno da ponudi, dok ciljno preduzeće utvrđuje minimalnu cenu koju je spremno da prihvati. No, i pored toga, odnos razmene u velikoj meri zavisi i od pregovaračke pozicije, ali i od veštine učesnika u procesu fuzionisanja.

Ne ulazeći u dublja razmatranja kada je reč o proceni vrednosti preduzeća², odnosno o bazičnim uslovima neophodnim za potrebe utvrđivanja odnosa razmene, možemo istaći da se "problem" utvrđivanja koeficijenta zamene akcija rešava uz pomoć:

² Detaljnije videti u: Leko V., Vlahović A., Poznanić V., *Procena vrednosti kapitala-metodologija i primeri*, Ekonomski institut, Beograd, 1997.

- a) bilansnog kursa
- b) berzanskog kursa
- c) prinosenog kursa
- d) prosečnog kursa

Navedeni koeficijenti, predstavljaju polaznu osnovu za pregovore o utvrđivanju definitivnog odnosa razmene.

U vezi sa tim bavićemo se istraživanjem, koji od navedenih koeficijenata, pruža najpouzdanije podatke za potrebe zamene akcija preduzeća učesnika u fuziji.

a) Bilansni kurs

Bilansni kurs utvrđuje se na osnovu zaključnog bilansa, sačinjenog prema važećim propisima o bilansiranju i računovodstvenim standardima za potrebe pripajanja odnosno spajanja.

Bilansni kurs izražava se indeksom dobijenim iz odnosa neto aktive i osnovnog kapitala. Neto aktiva zapravo predstavlja ukupan sopstveni kapital (osnovni kapital, rezervni kapital i neraspoređeni dobitak), a izračunava se kao razlika između aktive umanjene za gubitak iskazan na strani aktive i obaveza, pri čemu se sa obavezama izjednačavaju dugoročna rezervisanja i pasivna vremenska razgraničenja.

Problem izbora odnosa razmene, kao i postupak sastavljanja finansijskih izveštaja preduzeća koje nastaje fuzijom prikazaćemo na hipotetičkom primeru u kojem se preduzeće B pripaja preduzeću A.

Ilustracije radi pretpostavimo da se preduzeće B pripaja preduzeću A i da su njihovi bilansni podaci za utvrđivanje bilansnog kursa sledeći³:

³ Primer je preuzet iz časopisa *Ekonomске teme*, Prof. Dr Evica Todorović, *Cena kapitala i strategija spajanja i pripajanja preduzeća*, Ekonomski fakultet, Niš, 2003.god. str. 37-45.

EKONOMSKI HORIZONTI

	Preduzeće	
	A	B
1. Aktiva	1.100.000	1.500.000
2. Gubitak	0	0
3. Obaveze	500.000	800.000
4. Dugoročna rezervisanja	0	50.000
5. Pasivna vrem. razgraničenja	0	0
6. Neto aktiva (1-2-3-4-5)	600.000	650.000
7. Osnovni kapital	400.000	500.000
BILANSNI KURS (6/7*100)	150	130

Bilansni kurs pokazuje nam da je vrednost sopstvenog kapitala veća od osnovnog kapitala kod preduzeća A za 50%, a kod preduzeća B za 30%.

Poređenjem bilansnih kurseva ova dva preduzeća dobija se odnos razmene njihovih akcija:

$$(150 / 130) * 100 = 115$$

Ovaj odnos razmene znači da akcionari preduzeća B mogu da dobiju za svakih 115 akcija 100 akcija preduzeća A, naravno uz uslov da je nominalna vrednost jedne akcije ista u oba preduzeća. Ili, kako je odnos razmene 1:1,15 - da za 500.000 € svoga osnovnog kapitala dobiju 434.782 € osnovnog kapitala u akcijama preduzeća A ($500.000/1,15$), čime su akcionari preduzeća B obeštećeni za prenos imovine svog preduzeća preduzeću-preuzimaocu (preduzeću A); te tako postali suvlasnici preduzeća A.

Struktura sopstvenog kapitala pojedinačnih preduzeća iz datog primera je sledeća:

	Preduzeće	
	A	B
1. Osnovni kapital	400.000	500.000
2. Rezervni kapital	200.000	150.000
3. Sopstveni kapital (1+2)	600.000	650.000

Pri sačinjavanju bilansa fuzije⁴ osnovni kapital preduzeća B biće smanjen sa 500.000 € na 434.782 €, a za iznos tog smanjenja biće povećan rezervni kapital⁵, pa će sada struktura sopstvenog kapitala u bilansu fuzije biti:

1. Osnovni kapital (400.000 + 434.782)	= 834.782
2. Rezervni kapital (200.000 + 150.000 + 65.218)	= 415.218
3. Sopstveni kapital (1+2)	= 1.250.000

Bilansni kurs posle prenošenja iznosa od 65.218 € sa pozicije osnovnog u rezervni kapital preduzeća, izgleda ovako:

	Preduzeće	
	A	B
1. Sopstveni kapital	600.000	650.000
2. Osnovni kapital	400.000	434.782
3. Bilansni kurs (1/2 x 100)	150	150
4. Rezervni kapital (1 - 2)	200.000	215.218

Vidimo da je ovim postupkom bilansni kurs izjednačen kod oba preduzeća, što upućuje na zaključak da su razmenom akcija akcionari oba preduzeća dovedeni u isti položaj.

Postupak bi u suštini bio identičan, ukoliko bi se radilo o razmeni udela.

Osnovni prigovor, u vezi utvrđivanja odnosa razmene na bazi bilansnog kursa, jeste da se ovaj kurs, kao što smo mogli videti, utvrđuje na osnovu zaključnog bilansa koji je vezan za određeni dan i predstavlja instrument okrenut prošlosti. To je glavni razlog što se njemu nikad ne poklanja apsolutno poverenje za bilo koju odluku orijentisanu ka budućnosti, kakva je nesumnjivo fuzija preduzeća.

⁴ Na osnovu bilansa fuzionisanih preduzeća sastavlja se pravi (zbirni, zajednički) bilans preduzeća koje nastaje fuzijom

⁵ U našem primeru prikazan je slučaj kada akcionari pripojenog preduzeća B, za iznos prenetog osnovnog kapitala, dobijaju manji iznos osnovnog kapitala u akcijama preduzeća A (odnos razmene je u korist preduzeća koje vrši pripajanje) tako da se u bilansu fuzije povećava iznos rezervi. Međutim, ukoliko bi odnos razmene bio u korist preduzeća koje se pripaja - iznos rezervi u bilansu fuzije korigovao bi se naniže.

b) Berzanski kurs

Za utvrđivanje odnosa razmene akcija može se koristiti i berzanski kurs. Ovaj kurs formira se na berzi i utvrđuje se iz odnosa cene akcije po kojoj ona menja vlasnika (tržišna vrednost akcije) i nominalne vrednosti akcije.

Nakon utvrđivanja berzanskog kursa, celokupna procedura utvrđivanja razmene akcija i strukture kapitala u bilansu fuzije identična je kao u slučaju utvrđivanja odnosa razmene pomoću bilansnog kursa.

Međutim, uglavnom se ne preporučuje utvrđivanje koeficijenta razmene na bazi berzanskog kursa, stoga što je njegova visina pod jakim uticajem spekulacija na tržištu kapitala koje su često izazvane upravo zbog nameravanog spajanja i pripajanja preduzeća. Glasine o nameravanom spajanju i pripajanju mogu u velikoj meri da utiču na visinu berzanskog kursa koji će služiti kao osnova za utvrđivanje odnosa razmene. Zbog toga se, ne bez razloga, smatra da ovaj kurs ne predstavlja povoljnu osnovu za utvrđivanje odnosa razmene akcija.

c) Prinosni kurs

Videli smo da je utvrđivanje odnosa razmene na bazi bilansnog, a posebno berzanskog kursa bremenito nizom nedostataka. Stoga utvrđivanje odnosa za razmenu akcija vrši se najčešće na osnovu prinosnog kursa.

Ovaj kurs utvrđuje se iz odnosa prinosne vrednosti preduzeća, odnosno procenjene neto aktive jednom od prinosnih metoda i osnovnog kapitala, što se može predstaviti i formulom:

$$\text{Prinosni kurs} = (\text{Procenjena neto aktiva} / \text{Osnovni kapital}) \times 100$$

Ukoliko pođemo od prethodnog primera i pretpostavimo da je procenjena vrednost neto aktive preduzeća A 660.000,00 € i preduzeća B 700.000,00 € - budući da je osnovni kapital preduzeća A 400.000,00 €, a preduzeća B 500.000,00 € - sledi da je prinosni kurs:

$$\begin{aligned} \text{preduzeća A} &= (660.000 / 400.000) \times 100 = 165; \\ \text{preduzeća B} &= (700.000 / 500.000) \times 100 = 140. \end{aligned}$$

Dakle, prinostni kurs pokazuje nam da je vrednost sopstvenog kapitala veća od osnovnog kapitala kod preduzeća A za 65%, a kod preduzeća B za 40%.

Odnos razmene je 1:1,18 odnosno akcionari preduzeća B mogu da dobiju za svakih 118 akcija 100 akcija preduzeća A. Drugim rečima, za 500.000,00 € svoga osnovnog kapitala, akcionari preduzeća B dobijaju 423.729,00 € osnovnog kapitala u akcijama preduzeća A (500.000,00/1,18), čime su oni obeštećeni za prenos imovine svog preduzeća preduzeću-preuzimaocu (preduzeću A) i tako postali suvlasnici preduzeća A.

Prenošenjem razlike od 76.271,00 € u korist rezervnog kapitala, prinostni kurs kod oba preduzeća se izjednačava, što možemo i prikazati:

	Preduzeće	
	A	B
1. Procenjena neto aktiva	660.000	700.000
2. Osnovni kapital	400.000	423.729
3. Prinostni kurs (1/2 x 100)	165	165

Međutim, zbog procenjivanja neto aktive, u bilansu fuzije se u oviru pozicije nematerijalnih ulaganja pojavljuje goodwill kao razlika između procenjene i knjigovodstvene neto aktive. U našem primeru goodwill iznosi 110.000,00 €.

Obzirom da se u bilansu fuzije goodwill može tretirati kao premija, strukturu sopstvenog kapitala u bilansu fuzije možemo predstaviti kao:

1. Osnovni kapital (400.000 + 423.729)	823.729
2. Premija	110.000
3. Rezervni kapital (200.000+150.000 +76.271)	426.271
4. Ukupan sopstveni kapital (1+2+3)	1.360.000

I pored široke primene prinostnog kursa u vezi određivanja koeficijenta razmene akcija u procesu fuzije preduzeća, osnovni prigovor koji se upućuje jeste da je prinostna vrednost zasnovana na proceni nesigurnih veličina, pre svega zbog nesigurnosti izračunavanja prosečnog godišnjeg prinosa, ali i zbog mogućnosti izbora neadekvatne stope kapitalizacije.

d) Prosečni kurs

Pošto ni jedan od prethodno izloženih koeficijenata za razmenu akcija ne važi kao apsolutna mera, u praksi se često koristi postupak uprosečavanja bilansnog i prinostnog kursa⁶. Najjednostavnije rečeno, prosečni kurs je u stvari aritmetički prosek bilansnog i prinostnog kursa. U našem primeru, prosečni kurs je:

	Preduzeće	
	A	B
1. Bilansni kurs	150	130
2. Prinostni kurs	165	140
3. Prosečni kurs	$157,5 = (150+165)/2$	$135 = (130+140)/2$
4. Odnos razmene	1	1,17

Dakle, vlasnici preduzeća B za svojih 117 akcija dobijaju 100 akcija preduzeća A, ili za 500.000,00 € svoga osnovnog kapitala, akcionari preduzeća B dobijaju 427.350,00 € osnovnog kapitala u akcijama preduzeća A (500.000,00/1,17).

Kao i u prethodnim slučajevima, razlika između osnovnog kapitala preduzeća B od 500.000,00 € i osnovnog kapitala koji se priznaje tim vlasnicima u preduzeću A od 427.350,00 €, u iznosu od 72.650,00 € u bilansu fuzije prenosi se u korist rezervnog kapitala.

3. Zaključak

Imajući u vidu da u procesu fuzije jedno preduzeće prenosi celokupni imovinu na drugo preduzeće, u svemu tome najznačajnije je utvrditi koeficijent zamene akcija, odnosno srazmeru u kojoj će se jedna akcija pripojenog preduzeća zamenjivati za akcije preduzeća koje nastavlja da egzistira. Računske

⁶ Detaljnije videti u: Dr Ranković, M.Jovan, *Specijalni bilansi*, Proinkom Beograd, 1996, str.156-157.

veliĉine koje se pri tome koriste su: bilansni kurs - izveden na osnovu knjigovodstvene vrednosti neto imovine; berzanski kurs - formiran na berzi; prinosni kurs - izveden iz prinosne snage preduzeća i proseĉni kurs.

Dakle, prethodno uĉinjenim razmatranjima istakli smo navedene koeficijente, pri ĉemu su posebno analizirani prednosti i nedostaci, kao i to koji od koeficijenata, pruža najpouzdanije podatke za potrebe razmene akcija preduzeća uĉesnika u fuziji.

Pokazalo se da se za utvrđivanje koeficijenta razmene ni jedan od navedenih koeficijenata razmene akcija ne važi kao apsolutna mera, tj. za svaki možemo utvrditi ĉitav niz nedostataka.

Međutim, kao što smo videli u praksi razmena akcija najĉešće se vrši na osnovu bilansnog i prinosnog kursa, kojima se daje prednost u odnosu na berzanski kurs, koji je ĉesto podložen raznim berzanskim špekulacijama.

Naime, problemi vezani za korišćenje knjigovodstvenih vrednosti koje ĉine osnovu za izraĉunavanje bilansnog kursa; uticaj glasina o eventualnom pripajanju na berzanski kurs; kao i nesigurnosti izraĉunavanja proseĉnog godišnjeg prinosa i mogućnost izbora neadekvatne stope kapitalizacije, umanjuju objektivnost utvrđenih odnosa razmene, tako da se preporučuje izraĉunavanje i tzv. proseĉnog kursa.

Proseĉni kurs kao koeficijent za razmenu akcija koristi se i iz razloga što vlasnici preduzeća uĉesnika u fuziji ĉesto ne mogu da se dogovore da li će odnos razmene utvrditi na bazi bilansnog ili prinosnog kursa.

Utvrđivanje odnosa razmene akcija preduzeća uĉesnika u fuziji je veoma znaĉajno, jer kao što smo videli utiĉe na sve involvirane strane u transakciji. Takođe, samo u sluĉaju izbora adekvatnog koeficijenta koji može predstavljati pouzdanu osnovu za razmenu, akcionari preduzeća koje prenosi imovinu, biće obeštećeni za prenos imovine svog preduzeća preduzeću-preuzimaocu.

Literatura

1. Bryon E. Fox and Eleanor M.Fox, *Corporate Acquisitions and Mergers*, Matthew Bender Publishing Co., New York, 1994.
2. Ćirović, Milutin, *Fuzije i akvizicije*, Novi Sad, 2004.
3. Eckbo, B. E., *Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth*, *Journal of Financial Economics* 20.
4. Gogan, A. P. *Integracije, Akvizicije i Restrukturiranje korporacija*, Prometej, Novi Sad, 2004.
5. Leko V., Vlahović A., Poznanić V., *Procena vrednosti kapitala-metodologija i primeri*, Beograd, 1997.
6. Malinić, D.Slobodan, *Upravljačko Računovodstvo i obračun troškova i učinaka*, Kragujevac, 2006.
7. Mikerević D., *Strateški finansijski menadžment*, Banjaluka, 2005.
8. Ranković, M.J., *Specijalni bilansi*, Proinkom Beograd, 1996.
9. Rodić J., *Poslovne finansije i procena vrednosti preduzeća*, *Ekonomika*, Beograd, 1991.
10. Rodić J., *Fuzija preduzeća*, *Finrar 10*, Banja Luka, 2002.
11. Web site www.ekonomist.co.yu
12. Web site www.mergers.com
13. Todorović, E., *Cena kapitala i strategija spajanja i pripajanja preduzeća*, *Ekonomske teme*, Ekonomski fakultet, Niš, 2003.